

Quando o investimento de *venture capital* não dá certo: Como tratar as ações preferenciais na recuperação judicial de uma empresa emergente

Depois de muito tempo, as notícias no plano macroeconômico demonstram uma leve melhora, mas o cenário ainda é de muitas incertezas. Após períodos de recessão, as projeções para o Produto Interno Bruto (PIB) de 2018 apontam um avanço de 2,38%. A taxa básica de juros (Selic), já em queda, deve continuar no patamar de 7% nesse ano. No mundo das fusões e aquisições, também tivemos um aumento no número de operações envolvendo empresas brasileiras se compararmos ao ano de 2016.

Contudo, para o empreendedor, as notícias ainda não agradam. Segundo dados do Banco Mundial, estamos na 125ª posição mundial em facilidade de fazer negócios, atrás de quase todos os países da América do Sul, por exemplo. Apesar de alguns avanços, a burocracia e o gigantismo estatal pesam, e muito, no bolso do empreendedor. No Brasil, além de todos os motivos normalmente aplicáveis para o insucesso de um empreendimento, também temos que considerar excesso de burocracia, ou “custo Brasil”.

Apesar das dificuldades, o ritmo de criação de novas empresas emergentes e de rápido crescimento (*startups*) continua a crescer, e na mesma proporção aumentam o número de investidores nacionais e estrangeiros dispostos a tomar esse risco e investir nessas empresas emergentes (*venture capital investors*). Se o empreendedor conseguir chegar no estágio de receber uma proposta de investimento de um fundo de *venture capital*, terá que deixar de controlar sozinho sua ideia, mas, em contrapartida, receberá um aporte de recursos para o desenvolvimento do negócio. Ao investidor caberá entregar o dinheiro à empresa e tentar não interferir significativamente no seu dia-a-dia, e ao mesmo tempo garantir que seu investimento esteja protegido com as estruturas jurídicas adequadas.

A instrumentalização desse investimento provavelmente se dará por meio de emissão de ações preferenciais da *startup* ao investidor, ao passo que o fundador continuará detendo somente suas ações ordinárias, sem entregar completamente o poder de controle. Essa diferenciação é muito importante e se dá, basicamente, para separar o controle do investimento e também para segregar o preço das ações detidas pelo investidor daquelas detidas pelo fundador, que serão muito mais baratas e podem ser usadas, por exemplo, para distribuição entre os funcionários como um incentivo de longo prazo.

As ações preferenciais, mais caras, detidas pelo investidor, terão diversos privilégios se comparadas com as ações ordinárias do fundador, privilégios esses que também justificam a diferença no preço de emissão. A lista de direitos conferidos às ações preferenciais pode ser longa, e inclui, dentre outros, preferência no recebimento de valores mediante a liquidação ou venda da empresa, resgate de ações, preferência na distribuição de dividendos, proteção contra diluição, poderes de veto em determinadas matérias e indicação de membros do conselho de administração.

Muitos desses direitos apenas serão testados de fato caso a *startup* esteja em situação financeira adversa, pois em um cenário financeiro favorável o investidor provavelmente converterá suas ações preferenciais em ações ordinárias (usando o mecanismo previsto na cláusula de proteção contra diluição) e venderá essas ações ordinárias junto com o fundador em uma oferta pública de ações ou venda privada a terceiros, por um valor superior ao valor do investimento original nas ações preferenciais.

Já no caso de crise financeira da empresa, dois desses direitos terão papel fundamental: a preferência na liquidação e o direito de resgate. No primeiro caso, o investidor detentor de

ações preferenciais tem direito de receber, mediante a liquidação ou venda da empresa, o valor originalmente investido antes que o fundador possa receber qualquer montante, mesmo que não exista nenhum valor remanescente ao fundador depois da distribuição preferencial. O direito de resgate, por sua vez, significa que o investidor pode forçar a própria empresa a recomprar as ações preferencias após determinado período, normalmente de 5 anos, desde que existam lucros ou reservas suficientes no balanço da empresa, conforme previsto no artigo 44 da Lei das Sociedades por Ações. O direito de resgate é usado tanto em situações financeiras desfavoráveis, perto do insucesso da *startup*, como em situações financeiras mais favoráveis, mas não robustas o suficiente para justificar uma oferta pública ou venda da empresa, por exemplo.

No cenário de crise financeira da empresa investida, o investidor detentor de uma ação preferencial (não convertida em ordinária) com direito de preferência na liquidação e direito de resgate torna-se um verdadeiro credor da empresa. Nesse contexto, é importante notar que em 2009, com a edição do Pronunciamento Técnico CPC 39 (Instrumentos Financeiros: Apresentação) (“CPC 39”), abriu-se a possibilidade que uma ação seja enquadrada como um elemento híbrido no balanço da companhia, tendo características de passivo financeiro e patrimônio líquido, dependendo dos direitos que estejam vinculados a tais ações no contrato ou estatuto social.

Dentre outros eventos, o CPC 39 prevê que a ação preferencial deverá ser enquadrada como passivo na hipótese de existir direito de resgate a ser exercido a critério do titular das ações, que nos exemplos aqui tratados seriam os investidores. O escopo da norma é dar esse tratamento contábil quando houver uma obrigatoriedade da companhia em fazer o resgate, independentemente da vontade social. A parte de dívida representa o valor presente do montante subscrito pelos acionistas preferencialistas no momento do investimento.

A Lei 11.101/2005 (“Lei de Falências e Recuperações Judiciais”), por sua vez, não dá qualquer privilégio ao acionista, ou seja, via de regra o acionista de uma companhia em processo de falência ou recuperação judicial apenas recebe de volta o valor patrimonial de suas ações após o pagamento de todas as classes de credores da empresa em dificuldade, incluindo credores sem garantia. Tampouco é conferido ao acionista, independentemente da classe das ações que deter, a participação com voto em assembleias de credores na forma da supramencionada Lei.

Com o aumento do número de empresas emergentes que recebem investimentos de *venture capital*, também tendem a aumentar os números de empresas investidas que utilizem da recuperação judicial em momentos de grave crise financeira. Nesses casos, caso existam ações preferenciais classificadas como passivo financeiro, sem controle societário, e com as características mencionadas acima, nos parece que o valor do investimento nas ações preferenciais deveria ser incorporado ao quadro geral de credores e não tratado genericamente como patrimônio, sem privilégios, hipótese na qual esses acionistas preferencialistas também participariam da tomada de decisão sobre o plano de recuperação a ser tomado em assembleia geral de credores. Com a reforma da Lei de Falências e Recuperações Judiciais no horizonte, essas seriam mudanças bem-vindas e que poderiam fomentar os investimentos de *venture capital* e a inovação no Brasil.

Alan Parker é associado do Veirano Advogados

